

デリバティブに見る大証の革新性

横浜国立大学 大学院教授

浅野 幸弘

1987年に株先50の取引が始まってから20年が経過した。この間、大証はデリバティブ市場として多くの革新を行い、存在感を示してきた。ところが最近、東京市場を国際的な金融センターに発展させるため、東証に金融先物取引などを集約しようという構想が出ている。本稿ではこれに対して、大証がデリバティブの発展で果たしてきた革新的な役割を振り返ることによって、取引所の一極集中に潜む問題を提起する。

1. 日経 225 先物の意義

わが国で株価指数先物取引が株先 50 という少々奇妙な形で始まったのは、制度上の問題をクリアするためであった。株価指数先物取引では一般に、現物の受渡しは行なわれず、すべて差金で決済される。ところが、差金決済のみの取引は刑法の賭博に当るのではないかと懸念が持たれて、現物受渡しを伴う株先 50 が考案されたのである。この種の取引がなぜ大証のみで始まったのか、その経緯は知らないが、大証が地盤沈下を食い止める商品として熱心に取組んだ一方、東証はいずれ本来の株価指数先物取引が始まれば直ぐに追い越せると見ていたのではなかろうか。

それはともかく、1989年からは差金決済の問題が解決されて、本来の株価指数先物取引が大証では日経 225 先物で、東証では TOPIX 先物で始まった。いわば大証と東証が競い合う形となったが、当時はだいたい、TOPIX が日経 225 を凌駕するだろうと見られていた。

というのは、株価指数先物取引が導入されたのは機関投資家のポートフォリオ運用のリスクヘッジのためであり、そのポートフォリオはたいてい時価総額加重指数である TOPIX をベンチマークとして運用されていたからである。しかし、蓋を開けてみると、予想に反して、日経 225 が TOPIX を圧倒した。その後、一時、両者が拮抗することもあったが、最近はまだ少し差が開いて、2006年の取引高は日経 225 が TOPIX の 1.7 倍となっている。

日経 225 の取引高が予想に反して TOPIX を上回ったのは、先物取引には投機的な取引が欠かせなかったからである。先物取引の最も重要な目的がヘッジにあったとしても、それが機能するには、ヘッジによって取り除かれるリスクが誰かに転嫁されなければならない、スペキュレーターこそがこのリスクの受け手だったのである。しかも、こうしたヘッジは流動性が高いほど、つまりスペキュレーターの取引が多いほど、効率的に実行できる。日経 225 は投資家になじみが深く投機に向いていたため、取引高が膨らんでヘッジニーズにも応えたといえよう。

しかし、こうしたスペキュレーターや日経 225 の役割は、その後もなかなか評価されなかった。それどころか、1990年台前半には株価が下落するたびに、日経 225 先物は下落を先導したとして非難された。確かに時間的にはまず日経 225 が下落して、それが裁定取引等を通して現物市場に伝えられるというパターンであった。だがこの時間の前後関係は必ずしも因果関係を意味するわけではない。例えば何か経済的にネガティブな出来事が生じたとしたら、投資家はまず先物を売却するだろう。それも普段から馴染みがあり、かつ流動性の高い市場を利用することになる。日経

225 はまさにこの条件に合っており、期待通りの機能を果たしたのである。この役割は規制によって抑えることはできず、また代替取引に容易に置き換えられるものでもない。日経 225 取引に対して繰り返し規制が強化されたが、その効果は疑わしかったし、代替として用意された日経 300 の取引もたいして増えなかったのは、こうした理由があったからである。

このような経緯は、投資家のニーズは理論が示したり、規制当局が考えたりするほど単純ではないことを示唆している。経済理論では単純化した代表的個人をベースに、その行動から現実的なインプリケーションを導こうとする。株価指数先物取引は TOPIX が優勢だろうと予想されたのも実は、理論的には時価総額加重のマーケット・ポートフォリオが最適ポートフォリオとされているからである。しかし現実には、投資家の選好はいろいろな要因による。とくに投機に相応しい商品となると、理論はほとんど何も示すことができない。微妙なスペックの違いが取引量の違いになり、それが流動性を通して先物取引全体の帰趨を制する。先物取引を TOPIX に制限したり、日経 225 に大きな制約を課したりしたら、株価指数先物取引ひいてはデリバティブの発展が阻害されたかもしれない。

昨年からの取引が始まった日経 225mini も投資家の微妙な選好の違いを汲み取ったものである。日経 225mini は個人投資家でも容易に取引できるように、取引単位を日経 225 の 10 分の 1 にした先物取引である。取引は、数量ベースでは今年に入ってから日経 225 を上回り、金額ベースでも 4.5 月は日経 225 の 15% を超えている。個人のほか、外国人の取引もかなり多い。逆に個人といえども、日経

225 mini に取引を移したわけではない。日経 225 の取引金額の方が倍以上である。個人も外国人もむしろ、呼び値が日経 225 の半分であることを利用して、細かな値動きを利用した投機やヘッジ、あるいは日経 225 との裁定取引に使っているものと思われる。

2. 清算機関としての大証

先物取引では対象とする株価指数の違いばかりが目されるが、実は、日経 225 (大証) と TOPIX (東証) では清算方法にもかなりの違いがある。先物取引は基本的には差金決済であるから、その清算をいかに行なうかが肝要である。清算が滞ったり、何らかのトラブルで参加者が損失を被ったりするような恐れが少しでもあると、取引そのものが敬遠されてしまう。

先物取引(および上場オプション)では一般に、投資家間で売買が成立すると、それは投資家間の直接の売買ではなく、売り手と買い手それぞれの清算機関との売買に振り返られる。これによって、投資家は相手が誰かを懸念することなく売買ができる一方、清算機関は決済リスクを抑えるため投資家から証拠金の預託を求めることになる。この証拠金は相場変動によって投資家が被る損失をカバーするように設定されるが、あまり厳格にすると水準が高くなりすぎて、取引に支障が生じかねない。このため現実には、証拠金はだいたいの変動をカバーできる水準に設定されている。これは逆にいうと、ブラックマンデーのような大きな変動が起こると、証拠金ではカバーできない損失が発生することを意味する。そのときもし、投資家が損失を補填できないと、それは仲介した証券会社(参加者)が負担し、それができないなら清算機関にま

で波及することになる。清算機関はこうした場合に備えて損失準備金を積んでいるが、それでもカバーできない場合は、参加者が一定のルールに従って負担する(証券取引法)。いわば、最終的にはいわゆる奉加帳方式でシステムリスクに対応することになっているのである。

清算機関は以上のように先物取引において非常に重要な機能を果たしているが、その機能は従来、取引所が担ってきた。ところが、東証は2003年1月に現物株式の決済を日本証券クリアリング機構に移管したのに続いて、2004年2月からTOPIX先物やオプション等の清算業務も同機構に移管した。これに対して大証は、現物株式の決済は同機構に移管したが、日経225等のデリバティブ取引の清算業務については従来どおり取引所自身が行なっている。このような違いが生じた経緯は詳らかでないが、取引所が清算業務を担うことには次のような意味があると見られる。

先物取引はすでに述べたように、基本的には差金決済であるから、清算業務の信頼性が肝心要である。円滑に清算が行なわれなかったり、思わぬ損失が被ってきたりしたら、安心して取引ができない。逆にいうと、取引の信頼性を確保すること、そのためには万一損失が発生してもそれが参加者等に波及しないこと、さらにはそのような損失の発生がないよう投資家や参加者のリスクを事前にきちっと管理する仕組みが望まれる。

しかし、清算機関が取引所から独立している場合、取引所は、万一証拠金でカバーできない損失が発生しても、清算機関の負担になるか奉加帳で埋め合わされるかして、直接自分の懐が傷まないのが、事前にそれを回避するような仕組みを作る誘引が働かない。清

算機関としても、損失負担が限定され、最終的には奉加帳が控えているなら、とやかく言うことはない。また参加者のリスクを限定しようにも、取引の状況や財務状況を直接把握しているわけではないので限界がある。取引所が清算機関を兼ねていれば、こうした問題が解決されることは多言を要しまい。

ただし、大証はデリバティブ取引の清算機能を移管しないと決めた時に直ぐ、こうした問題に対処したわけではない。昨年からようやく、万一損失が出た場合の分担および参加者のリスク管理について、次のような改革を打ち出した。

まず損失が当該参加者で吸収できない場合これまでは、最初に清算機関の損失準備金を充て、それでも足りないときは奉加帳を回して参加者全員に負担してもらうという方式であったが、今回の改革では、損失準備金のあと直ぐには奉加帳に行かずに、大証が利益留保(余剰金)の一部を充てることとされた。これは参加者にとって奉加帳が突如回ってくるという可能性を減じるだけでなく、当事者である大証に対しても自分の負担に関わってくるので、そうした事態をできるだけ避けようとする誘引を生む。これは今後、新商品上場や制度改革にも規律を与えることになる。

参加者のリスク管理は、これまで参加資格の審査などに限られ、取引に及ぶことはなかった。しかし、参加者が自分で吸収できないような損失を被るのは、そもそも過大なポジションを取ったことに問題がある。それを奉加帳で参加者全員に負担させるのは筋が通らない。今回の改革では、参加者のネットポジションを純資産の一定範囲に限るとともに、過大なポジションに対しては強制的な解消も可能とされた。

こうした措置は日経225先物等の清算リスクを大幅に減じ、参加者の信頼性を増すものと思われる。TOPIX先物等は現状のままではよいのか、検討が必要になってこよう。

3. 制度競争の必要性

わが国では最近、東京市場を国際的な金融センターに発展させるため、東証に金融先物取引などを集約しようという構想が出ているようだ。確かに、いろいろな取引が一つの取引所でできれば投資家にとって便利だし、取引コストも低減されるだろう。また特定の商品に取引が集中して流動性が増すかもしれない。そして規模が大きくなれば競争力も増すだろう。

決済や清算業務についても同様である。株券もデリバティブも一箇所であれば、事務処理が簡単だし、決済資金の節約もできるかもしれない。一つだけ別の清算機関によったり、異なった基準でリスク管理をしたりするのは面倒かもしれない。

しかし、それらは短期的なこと、すなわち当面の便宜にすぎない。もし現在のシステムに問題があったとしても、独占的な地位にあったら、あえてその解決をしようとするだろうか。マイナーなニーズは見向きもされないし、新しいニーズが出てきても反応は鈍いかもかもしれない。また新しいテクノロジーで合理化が可能だとしても、収益優先のため既存の設備を使い続けるかもしれない。欧州では清算機関の統合が進んでいるが、それは業務の効率化に資する一方で、独占による手数料の上昇につながるのではないかという警戒が広がっている。

米国では現在、NMSが進められているが、Blume[2007]はこれに対して、上と似たよう

な理由から批判的である。NMS (National Market System) とは、すべての株式売買を全米の注文回付システムに回して、最良価格での執行を保証しようというものである。至極もっともなシステムに見えるが、Blumeはこれに対して、取引のニーズは必ずしも最良価格にあるわけではないとして反対する。投資家の中には、価格よりも取引の迅速性を求めるものもいれば、一本値での大量の取引を求めるものもいる。多様なニーズに応えることが大切であり、かつそれを通して市場は発展を遂げるといふ。

大証のデリバティブの歴史はまさにこの通りではなかったか。今後も大証はそうした役割を果たしていくであろうし、それがわが国の証券市場の発展に大いに貢献すると期待される。

参考文献

浅野幸弘『投資家から見た株式市場』(中公新書 1294, 1996年)第4章。

M. Blume, "Competition and Fragmentation in the Equity Markets : The Effect of Regulation NMS," Working paper 02-07, Rodney L. White Center, The Wharton School, University of Pennsylvania, (<http://finance.wharton.upenn.edu/~rlwctr/papers/0702.pdf>).